

# Flash España

## Contabilidad Nacional Trimestral del 1T12

Tal y como se adelantaba en el último número de nuestra revista [Situación España](#), la economía española entró en recesión técnica en el 1T12. La demanda doméstica continuó lastrando con fuerza el avance coyuntural, compensando nuevamente la contribución positiva de la demanda externa neta, sobre la cual se había sustentado el débil crecimiento observado hasta el 1S11. Más en detalle, los datos publicados hoy revelan que, excluyendo el consumo de los hogares, las principales partidas de la demanda agregada retrocedieron en el 1T12. El deterioro de la actividad se saldó nuevamente con una intensa caída de la ocupación a tiempo completo y un incremento de la productividad aparente del factor trabajo. Lo anterior, unido al crecimiento todavía moderado de la remuneración por asalariado, ha resultado en una nueva reducción de los costes laborales unitarios.

- **La economía española volvió a registrar un crecimiento negativo en el primer trimestre de 2012**

Tras el retroceso registrado en el trimestre precedente (-0,3% t/t), la economía española habría vuelto a contraerse en el 1T12 un 0,3% t/t que, aunque no implica una aceleración del deterioro, supone la entrada en recesión técnica (véase el Gráfico 1). En términos interanuales, el PIB habría disminuido un 0,4% a/a después de siete trimestres consecutivos al alza.

- **... en línea con nuestras expectativas**

Aunque el dato conocido hoy debe ser valorado globalmente de forma negativa, no supone una sorpresa a la luz de la evolución de los indicadores parciales de coyuntura entre enero y marzo. En este sentido, nuestras estimaciones en tiempo real indicaban ya de forma temprana que la continuidad del deterioro de la actividad y del empleo se saldaría con un crecimiento negativo del PIB en el primer trimestre del año similar al registrado en el trimestre precedente (última previsión del MICA-BBVA: -0,2% t/t) (véase el Gráfico 2). En línea con lo anterior, el dato observado supone una caída sólo marginalmente inferior a la proyectada en la estimación central de nuestro escenario base (BBVA Research: -0,4% t/t) y, en todo caso, se encuentra dentro de nuestro intervalo de confianza (-0,8 t/t; 0,0% t/t). En consecuencia, nuestro diagnóstico sobre la evolución de la economía española no se altera significativamente con los datos publicados hoy: la probabilidad de que se produzca una nueva contracción económica durante el trimestre actual continúa siendo elevada (véase el Gráfico 3) y, en el escenario más probable, el PIB de la economía española caerá en torno al 1,3% durante 2012.

- **La demanda doméstica continuó lastrando el avance coyuntural, más que compensando el crecimiento de la demanda externa**

La composición del crecimiento tampoco contiene elementos novedosos en lo que respecta a los rasgos básicos. Así, la evolución de la economía volvió a estar marcada por el avance de la demanda externa neta que, a pesar del deterioro de las exportaciones, contribuyó en 0,2pp al crecimiento trimestral del PIB (2,8pp en términos interanuales), en línea con nuestras expectativas si bien ligeramente por debajo de nuestra previsión central (BBVA Research: +0,4pp, t/t; +3,1pp a/a). En contrapartida, el agregado de la demanda doméstica - condicionado por el deterioro de sus fundamentales, los ajustes en marcha y el elevado grado de incertidumbre - continuó drenando crecimiento (contribución: -0,5pp t/t; -3,2pp a/a), también en línea con nuestras expectativas (BBVA Research: -0,8% t/t y -3,5% a/a), y significativamente por debajo de lo observado en el trimestre precedente (véase el Gráfico 4).

- **Excluyendo el consumo privado, las principales partidas de la demanda agregada retrocedieron en el 1T11**

A pesar de lo apuntado en los epígrafes anteriores, el detalle de la contabilidad nacional revela algunas innovaciones (véanse los Cuadros 1 y 2). En primer lugar, aunque la evolución de todos los componentes de la demanda doméstica privada se situó dentro del rango de nuestras estimaciones, el crecimiento del consumo de los hogares (+0,0% t/t) se ubicó en la cota superior de nuestras previsiones (BBVA Research: entre -1,3% t/t y +0,0% t/t). En contrapartida, la inversión en equipo y maquinaria (-3,1% t/t) se comportó algo peor de lo que apuntaba nuestra previsión central (BBVA Research: -1,4% t/t) mientras que la inversión residencial (-1,6% t/t) retrocedió prácticamente lo mismo que indicaba nuestra estimación central (-1,8% t/t). Por su parte, la debilidad de flujos comerciales se mostró algo más intensa de lo que lo previsto en nuestro escenario central, si bien el deterioro observado tanto en las exportaciones como en las importaciones fue menos abrupto que el observado en el trimestre anterior: las exportaciones retrocedieron un 0,9% t/t, lastradas en esta ocasión por el componente de servicios que sorprendió a la baja; las importaciones cayeron un 1,3%, debido al deterioro tanto de la demanda doméstica como de las exportaciones. Por último, el comportamiento de la demanda pública revela una modesta corrección a la baja del consumo público (-0,3% t/t), en línea con nuestras expectativas, aunque una caída de la inversión en otros edificios y construcciones (-4,8% t/t) superior a la esperada. En todo caso, los datos conocidos hoy confirman que, en balance, la mayor parte del ajuste necesario para cumplir los objetivos presupuestarios de este año se concentrará en la parte central de 2012.

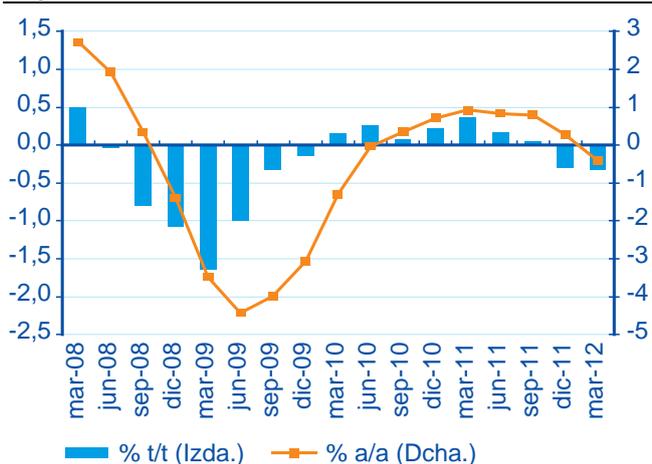
- **En línea con la caída de la actividad, el deterioro del mercado laboral volvió a agudizarse en el 1T12**

Tal y como se adelantó la Encuesta de Población Activa (EPA), los registros del mercado laboral mostraron nuevamente un mercado deterioro en el 1T12. Los datos conocidos hoy, relativos a las estimaciones de la evolución del empleo equivalente a tiempo completo, muestran una caída trimestral en torno a los 223,2 miles de puestos de trabajo equivalente a tiempo completo CVEC (-3,8% a/a), en línea con lo que apuntaban los datos de la Encuesta de Población Activa (en torno a los 256 mil CVEC, según nuestras estimaciones). Con esta contracción del empleo y la actividad, la tasa de crecimiento interanual de la productividad aparente del factor trabajo volvió a repuntar en el 1T12, esta vez hasta el 3,5%a/a (3,7% en 4T11) (véase el Gráfico 5).

- **A pesar del aumento de la remuneración por asalariado en términos reales, el aumento de la productividad provocó una nueva reducción de los costes laborales unitarios**

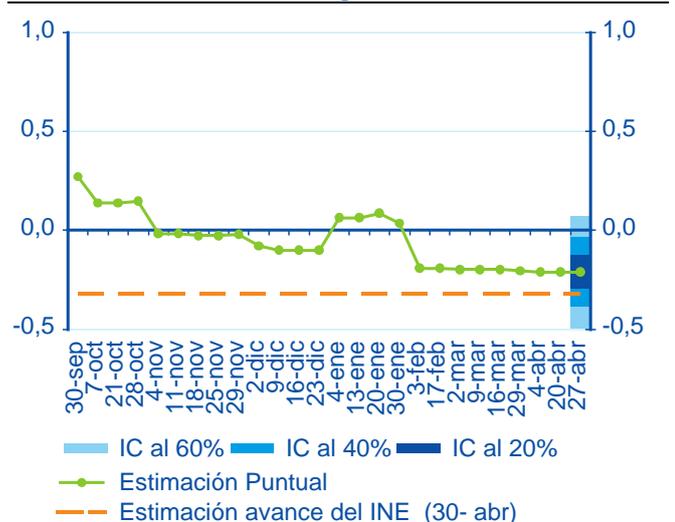
En el primer trimestre de 2012, la remuneración nominal por asalariado aumentó en una proporción ligeramente superior al crecimiento de los precios (0,9% frente a un 0,5% a/a del deflactor implícito del PIB) dando lugar a un moderado aumento de la remuneración por asalariado en términos reales (+0,4% a/a frente -0,1% a/a en el trimestre anterior). Sin embargo, dado el intenso repunte de la productividad, lo anterior volvió a ser compatible con una reducción de los costes laborales unitarios reales, esta vez de un 2,4% a/a (-1,8% a/a en términos nominales) (véanse los Gráficos 6 y 7).

Gráfico 1  
**España: crecimiento del PIB**



Fuente: BBVA Research a partir de INE

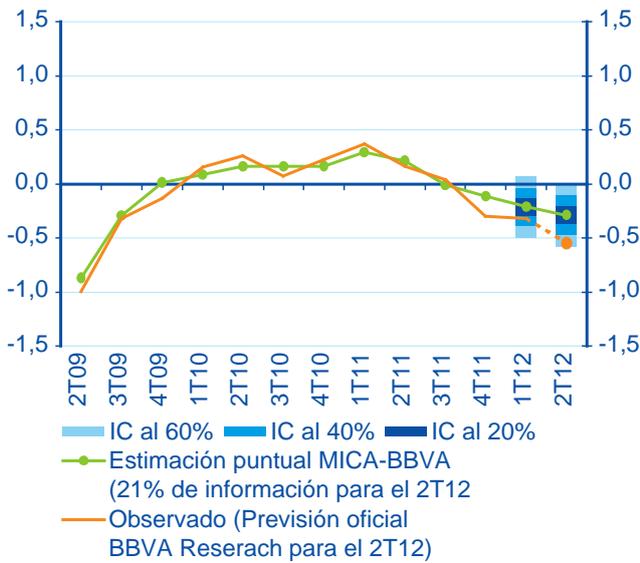
Gráfico 2  
**España: previsiones de crecimiento del PIB para el 1T12 en el modelo MICA-BBVA según fecha de estimación**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 3

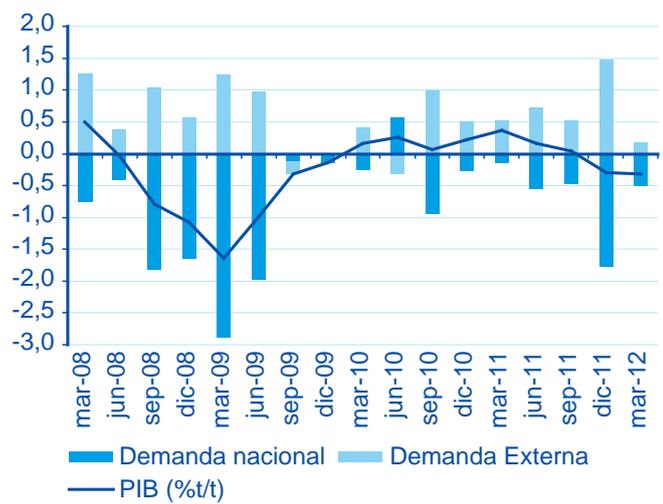
### España: crecimiento observado del PIB y previsiones del Modelo MICA-BBVA (%/t)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 4

### España: contribuciones al crecimiento trimestral del PIB



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 1

### España: previsiones macroeconómicas y datos observados para el 1T12

(Tasa de crecimiento t/t)	1T12				Ratio	
	4T11	Dato Prev.	IC (80%)		dt error/dt	
Gasto en Consumo Final Nacional	-1,0	0,0	-0,6	(-1,3;0,1)	0,6	1,1
G.C.F Privado	-1,0	0,1	-0,6	(-1,3;0,0)	0,5	1,4
G.C.F Hogares	-1,0	0,0	-0,7	(-1,3;0,0)	0,5	1,3
G.C.F AA.PP	-1,1	-0,3	-0,5	(-1,3;0,3)	0,6	0,3
Formación Bruta de Capital	-4,3	-2,2	-1,6	(-1,3;1,3)	2,3	-0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-4,3	-2,6	-1,7	(-4,5;1,2)	2,2	-0,4
Activos Fijos	-4,4	-3,1	-1,7	(-4,5;1,1)	2,3	-0,6
Materiales						
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-3,9	-2,9	-1,3	(-4,6;2,2)	2,8	-0,6
Equipo y Maquinaria	-3,7	-3,1	-1,4	(-4,8;2,2)	2,8	-0,6
Construcción	-4,7	-3,3	-2,0	(-4,9;0,6)	2,0	-0,6
Vivienda	-2,3	-1,6	-1,8	(-4,9;1,3)	2,5	0,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-7,1	-4,8	-2,0	(-4,9;0,0)	1,6	-1,8
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-1,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>-0,8</b>	<b>(-2,0;-0,3)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>
Exportaciones	-1,6	-0,9	0,1	(-3,1;3,3)	2,5	-0,4
Bienes	-3,4	1,0	0,0	(-3,0;3,1)	2,4	0,4
Servicios	2,4	-5,0	0,3	(-3,1;3,7)	2,7	-2,0
Importaciones	-6,5	-1,3	-1,1	(-3,7;4,8)	4,6	0,0
Bienes	-7,7	-0,6	-1,4	(-2,3;5,4)	5,3	0,2
Servicios	-1,6	-3,8	0,1	(-7,1;2,8)	2,2	-1,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>1,5</b>	<b>0,2</b>	<b>0,4</b>	<b>(1,2;-0,4)</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,4</b>
<b>PIB pm</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>(-0,8;0,0)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Cuadro 2

### España: previsiones macroeconómicas y datos observados para el 1T12

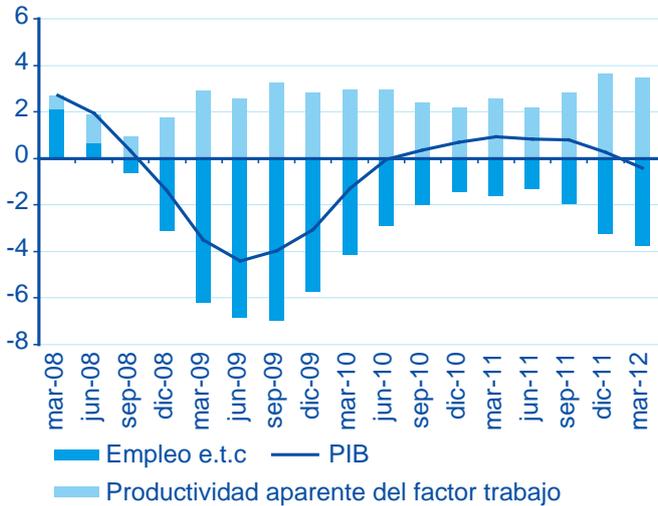
(Tasa de crecimiento t/t)	1T12				Ratio	
	4T11	Dato Prev.	IC (80%)		dt error/dt	
Gasto en Consumo Final Nacional	-1,8	-1,8	-2,4	(-3,1;-1,7)	0,5	1,1
G.C.F Privado	-1,1	-0,6	-1,3	(-2,0;-0,6)	0,5	1,4
G.C.F Hogares	-1,1	-0,6	-1,3	(-1,9;-0,6)	0,5	1,3
G.C.F AA.PP	-3,6	-5,2	-5,4	(-6,2;-4,7)	0,6	0,3
Formación Bruta de Capital	-6,6	-8,1	-7,5	(-10,2;-4,8)	2,1	-0,3
Formación Bruta de Capital Fijo	-6,2	-8,2	-7,3	(-10,0;-4,7)	2,1	-0,4
Activos Fijos	-6,5	-8,8	-7,5	(-10,3;-4,8)	2,1	-0,6
Materiales						
Equipo, Maquinaria y Activos Cultivados	-2,7	-5,9	-4,3	(-7,7;-0,9)	2,7	-0,6
Equipo y Maquinaria	-2,7	-6,0	-4,3	(-7,8;-0,8)	2,7	-0,6
Construcción	-8,2	-10,2	-9,0	(-11,4;-6,6)	1,9	-0,6
Vivienda	-4,3	-5,8	-6,0	(-9,0;-2,9)	2,4	0,1
Otros edificios y Otras Construcciones	-11,9	-14,3	-11,8	(-13,6;-10,0)	1,4	-1,8
<b>Demanda nacional (*)</b>	<b>-2,9</b>	<b>-3,2</b>	<b>-3,5</b>	<b>(-4,7;-2,4)</b>	<b>0,9</b>	<b>0,4</b>
Exportaciones	5,2	2,2	3,2	(0,0;6,5)	2,6	-0,4
Bienes	2,9	1,7	0,7	(-2,4;3,8)	2,4	0,4
Servicios	10,1	3,2	9,0	(5,3;12,7)	2,9	-2,0
Importaciones	-5,9	-7,2	-7,0	(-12,6;-1,49)	4,4	0,0
Bienes	-6,6	-7,2	-8,0	(-14,3;-1,6)	5,0	0,2
Servicios	-3,3	-7,2	-3,4	(-6,1;-0,8)	2,1	-1,8
<b>Saldo exterior (*)</b>	<b>3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,1</b>	<b>(3,8;2,3)</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,4</b>
<b>PIB pm</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,5</b>	<b>(-0,9;-0,1)</b>	<b>0,3</b>	<b>0,2</b>

(\*) Contribuciones al crecimiento

Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 5

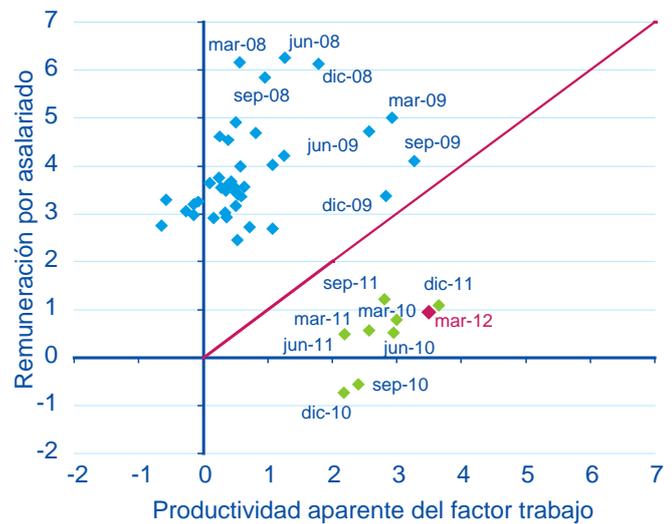
### España: PIB, empleo y productividad aparente del trabajo (%/a)



Fuente: BBVA Research a partir de INE

Gráfico 6

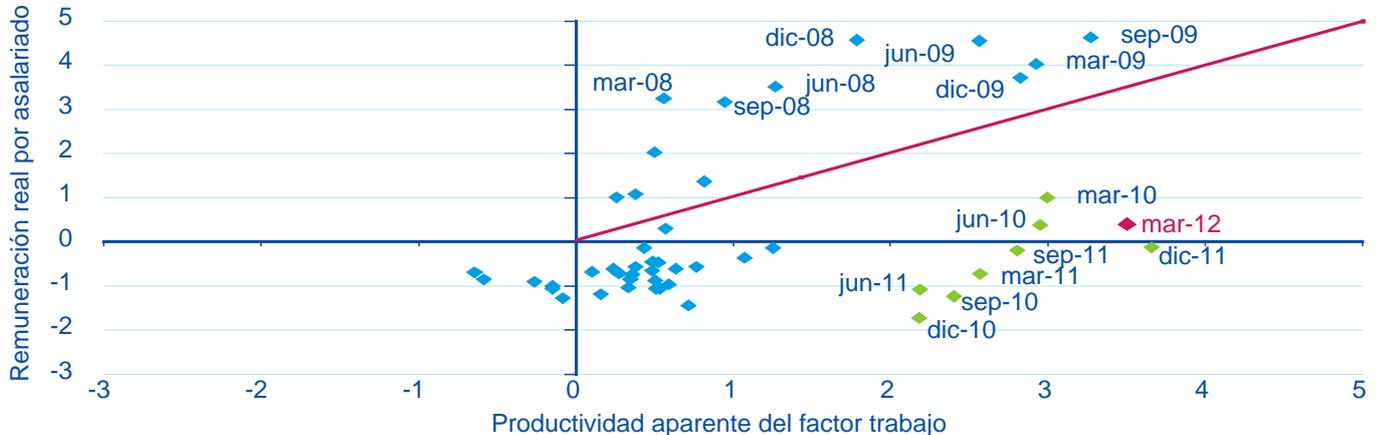
### España: crecimiento de la productividad, salarios y CLUs nominales (%/a)



Nota: por encima (debajo) de la línea roja los CLUs aumentan (disminuyen)  
Fuente: BBVE Research a partir de INE

Gráfico 7

### España: crecimiento de la productividad, salarios y CLUs reales (%/a)



Nota: por encima (debajo) de la línea roja los CLUs reales aumentan (disminuyen)  
Fuente: BBVE Research a partir de INE

Unidad de España

BBVA RESEARCH



Pº Castellana 81, planta 7ª, 28046 Madrid | Tel.: +34 91 374 60 00 | www.bbvaresearch.com

#### AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

**BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**